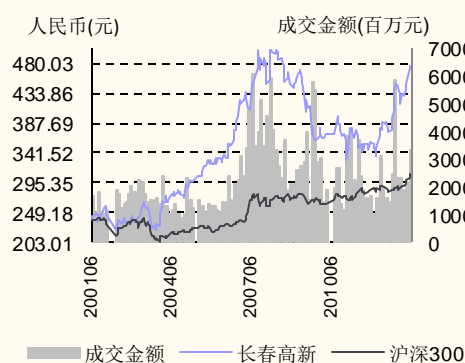


市场价格 (人民币): 476.99 元

业绩超预期, 生长激素增长强劲

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	3.56
总市值(亿元)	1,930.48
年内股价最高最低(元)	503.22/223.32
沪深 300 指数	5369
深证成指	15148



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	5.917	8.772	7.680	10.003	12.536
每股净资产(元)	31.13	39.95	54.31	73.32	97.39
每股经营性现金流(元)	5.20	9.57	13.47	18.38	23.08
市盈率(倍)	29.58	50.96	58.45	44.88	35.81
净利润增长率(%)	52.05%	76.36%	75.11%	30.25%	25.32%
净资产收益率(%)	19.01%	21.96%	28.28%	27.29%	25.74%
总股本(百万股)	170.11	202.36	404.72	404.72	404.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 30.18-31.95 亿元, 中值为 31.06 亿元, 同比增长 70%-80%。预计 2020 Q4 实现归母净利润 7.57-9.35 亿元, 中值为 8.46 亿元, 同比增长 41.7%-74.9%。业绩超预期。

经营分析

- 2020 年公司业绩实现超预期增长主要系生长激素加速恢复及金赛药业并表因素所致。
- 生长激素恢复超预期, 是业绩增长的核心驱动。根据公司公告, 金赛药业实现的净利润从 2016 年的 5 亿元增加至 2019 年的近 20 亿元, CAGR 约为 58.6%, 预计 2020 年前三季度金赛药业并表利润为 19.33 亿元。上半年虽因疫情新患入组受到一定影响, 但生长激素市场需求旺盛, 依托于公司有效的市场营销策略, 业务加速恢复, 凸显出公司产品优良的市场竞争力。
- 还原金赛药业并表因素后, 业绩增长依然优秀。2019 年 11 月公司对金赛药业并表权益从 70% 增加至 99.5%, 若假设 2019 年金赛药业并表权益为 99.5%, 预计 2019 年公司利润将增加 4.77 亿元至 22.52 亿元, 对应 2020 年净利润预计同比增长 34.0%-41.9%, 增速稳健提升。
- 水痘疫苗批签发保持高速增长, 鼻喷流感疫苗有望持续贡献业绩弹性。2020 年水痘疫苗共批签发 883 万支 (+23.33%), 市占率约 32%, 居国产首位, 未来将继续巩固领先的市场优势。公司鼻喷流感疫苗 8 月上市后至今合计批签发 157 万支, 未来有望为业绩增长提供新动能。此外, 在研带状疱疹疫苗已进入 3 期临床试验, 国产进度领先; 吸附无细胞百白破 (三组分) 已进入临床, 金安利珠单抗注射液已获得药物临床试验批准, 未来可期。

盈利调整与投资建议

- 考虑公司经营及业绩增长情况, 同时暂不考虑百克生物分拆对公司利润的摊薄, 我们分别上调 2020、2021、2022 年净利润 8.0%、13.1%、9.4%, 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 31.08、40.48、50.74 亿元, 分别同比增长 75%、30%、25%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

金赛药业业绩承诺风险; 生长激素市场格局变化, 竞争加剧; 医保降价和控费风险; 疫苗批签发进度不达预期; 鼻喷流感疫苗销售进度不及预期; 2020 年 12 月, 公司有 5972 万股限售股解禁, 约占总股本的 14.76%。

相关报告

1. 《业绩维持高增长, 鼻喷流感疫苗加速放量-长春高新三季报点评》, 2020.10.26
2. 《生长激素恢复, 水痘疫苗放量显著-长春高新公司点评》, 2020.8.20
3. 《Q1 保持良好增长 未来收入增速有望继续提升-长春高新公司点评》, 2020.4.22
4. 《年报高增长符合预期, 金赛重组有望增厚业绩-长春高新公司点评》, 2020.3.27
5. 《年报业绩预告超预期 完成重组提升确定性-长春高新公司点评》, 2020.1.6

杨芳

联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
0621160220224

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,102	5,375	7,374	9,961	12,916	16,318	货币资金	1,390	1,868	3,733	5,283	7,987	11,464
增长率	41.6%	31.0%	37.2%	35.1%	29.7%	26.3%	应收款项	700	1,587	2,199	2,853	3,726	4,786
主营业务成本	-741	-801	-1,092	-1,449	-1,750	-2,087	存货	1,840	1,833	1,750	2,370	2,898	3,500
%销售收入	18.1%	14.9%	14.8%	14.5%	13.5%	12.8%	其他流动资产	1,327	1,247	1,058	1,197	1,356	1,560
毛利	3,362	4,574	6,282	8,512	11,167	14,231	流动资产	5,257	6,536	8,741	11,702	15,967	21,310
%销售收入	81.9%	85.1%	85.2%	85.5%	86.5%	87.2%	%总资产	71.5%	69.4%	68.7%	72.7%	76.6%	79.6%
营业税金及附加	-103	-99	-158	-199	-258	-326	长期投资	304	314	711	711	711	711
%销售收入	2.5%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	1,281	1,728	2,370	2,728	3,109	3,508
销售费用	-1,565	-2,095	-2,522	-3,227	-4,237	-5,418	%总资产	17.4%	18.4%	18.6%	17.0%	14.9%	13.1%
%销售收入	38.2%	39.0%	34.2%	32.4%	32.8%	33.2%	无形资产	320	387	470	571	660	843
管理费用	-581	-351	-458	-588	-775	-1,012	非流动资产	2,094	2,877	3,981	4,390	4,870	5,462
%销售收入	14.2%	6.5%	6.2%	5.9%	6.0%	6.2%	%总资产	28.5%	30.6%	31.3%	27.3%	23.4%	20.4%
研发费用	-289	-328	-370	-598	-775	-1,061	资产总计	7,351	9,413	12,721	16,092	20,838	26,772
%销售收入	7.1%	6.1%	5.0%	6.0%	6.0%	6.5%	短期借款	60	255	515	317	171	0
息税前利润 (EBIT)	823	1,701	2,773	3,900	5,122	6,415	应付款项	1,258	1,950	1,683	2,392	3,064	3,852
%销售收入	20.1%	31.6%	37.6%	39.2%	39.7%	39.3%	其他流动负债	656	709	1,019	1,011	1,216	1,461
财务费用	9	32	50	-9	-91	-98	流动负债	1,974	2,914	3,217	3,720	4,452	5,313
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-0.7%	0.1%	0.7%	0.6%	长期贷款	12	12	68	68	68	68
资产减值损失	-46	-16	-23	-23	-26	-37	其他长期负债	165	161	629	450	450	450
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	负债	2,151	3,087	3,914	4,238	4,969	5,831
投资收益	52	65	49	50	75	100	普通股股东权益	4,426	5,295	8,084	10,990	14,836	19,708
%税前利润	4.6%	3.7%	1.7%	1.3%	1.5%	1.6%	其中：股本	170	170	202	202	202	202
营业利润	1,138	1,806	2,876	3,918	5,080	6,379	未分配利润	1,945	2,713	4,225	7,131	10,977	15,849
营业利润率	27.8%	33.6%	39.0%	39.3%	39.3%	39.1%	少数股东权益	774	1,031	723	864	1,032	1,233
营业外收支	-20	-73	-56	-50	-60	-100	负债股东权益合计	7,351	9,413	12,721	16,092	20,838	26,772
税前利润	1,119	1,733	2,820	3,868	5,020	6,279	比率分析						
利润率	27.3%	32.2%	38.2%	38.8%	38.9%	38.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-191	-270	-471	-619	-803	-1,005	每股指标						
所得税率	17.1%	15.6%	16.7%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	3.891	5.917	8.772	7.680	10.003	12.536
净利润	928	1,463	2,349	3,249	4,216	5,275	每股净资产	26.017	31.127	39.950	54.310	73.317	97.389
少数股东损益	266	456	574	141	168	201	每股经营现金净流	2.242	5.197	9.568	13.466	18.375	23.082
归属于母公司的净利润	662	1,006	1,775	3,108	4,048	5,074	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
净利率	16.1%	18.7%	24.1%	31.2%	31.3%	31.1%	回报率						
							净资产收益率	14.96%	19.01%	21.96%	28.28%	27.29%	25.74%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.00%	10.69%	13.95%	19.32%	19.43%	18.95%
净利润	928	1,463	2,349	3,249	4,216	5,275	投入资本收益率	12.95%	21.77%	24.60%	26.77%	26.71%	25.65%
少数股东损益	266	456	574	141	168	201	增长率						
非现金支出	133	123	170	181	216	265	主营业务收入增长率	41.58%	31.03%	37.19%	35.09%	29.67%	26.34%
非经营收益	42	-43	-58	28	-4	0	EBIT 增长率	3.21%	106.52%	63.08%	40.63%	31.32%	25.24%
营运资金变动	-722	-658	-525	-734	-709	-869	净利润增长率	36.53%	52.05%	76.36%	75.11%	30.25%	25.32%
经营活动现金净流	381	884	1,936	2,725	3,718	4,671	总资产增长率	18.50%	28.04%	35.15%	26.50%	29.49%	28.48%
资本开支	-229	-658	-840	-617	-720	-910	资产管理能力						
投资	-125	-18	-385	0	0	0	应收账款周转天数	43.8	42.6	39.9	42.0	43.0	45.0
其他	578	423	416	50	75	100	存货周转天数	620.0	837.1	599.0	600.0	610.0	620.0
投资活动现金净流	224	-254	-810	-567	-645	-810	应付账款周转天数	85.1	95.4	81.5	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	975	0	0	0	固定资产周转天数	99.3	80.9	74.9	61.3	52.4	45.9
债权募资	5	194	191	-374	-146	-171	偿债能力						
其他	-337	-352	-462	-234	-223	-213	净负债/股东权益	-25.33%	-25.31%	-38.22%	-43.14%	-50.19%	-55.45%
筹资活动现金净流	-332	-157	704	-609	-369	-384	EBIT 利息保障倍数	-88.5	-53.5	-55.7	448.4	56.1	65.5
现金净流量	273	473	1,831	1,550	2,705	3,477	资产负债率	29.26%	32.80%	30.77%	26.33%	23.85%	21.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	9	30	56
增持	0	1	1	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.10	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

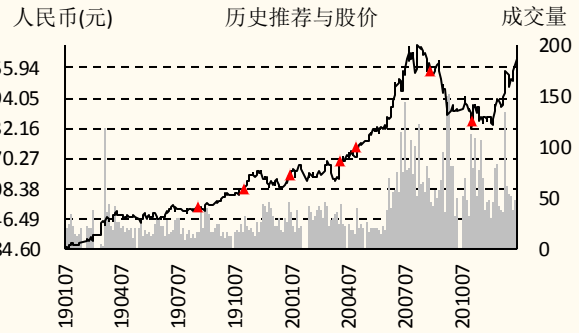
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-12	买入	344.15	N/A
2	2019-08-25	买入	346.30	N/A
3	2019-10-24	买入	407.28	N/A
4	2020-01-06	买入	472.00	N/A
5	2020-03-27	买入	512.90	N/A
6	2020-04-22	买入	546.00	N/A
7	2020-08-20	买入	448.70	N/A
8	2020-10-26	买入	329.99	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402